

## OPINION

선임연구위원  
김갑래

## 디지털자산 불공정거래규제의 조속한 입법 필요성\*

해외 주요국 디지털자산 불공정거래 규제체계와 비교할 때, 국내 디지털자산 불공정거래행위에 대한 입법미비와 규제공백은 심각한 수준이다. 현재 국내에서는 디지털자산거래에 관한 사기적 행위에 대해 방문판매법, 유사수신행위법, 형법 또는 특정경제범죄법(사기죄)을 적용하여 처벌하고 있지만, 대규모 디지털자산시장의 대량 매매에서 나타나는 불공정거래에 대해서는 효율적으로 대응하기 어렵다. 국내 디지털자산시장의 규제공백 문제를 해소하고 시장신뢰성을 바탕으로 지속가능성을 높이기 위해서는 현재 국회에 상정된 다수의 디지털자산법안 중 공통되고 중요성이 높은 법조항을 우선적으로 입법할 필요가 있다. 입법의 필요성과 입법안의 공통성 측면에서 가장 우선적으로 입법하여야 할 부분이 디지털자산 불공정거래 규제조항이다.

불공정거래규제를 주요 골자로 하는 디지털자산법을 우선적으로 제정하는 경우, 다음과 같은 세 가지 긍정적 효과를 기대할 수 있다. 첫째, 국내 디지털자산시장에 만연한 불공정거래에 대한 강력한 사후적 제재 효과이다. 둘째, 디지털자산시장의 잠재적 일탈행위자의 동기(motivation)를 꺾어 불공정거래행위를 사전적으로 예방하는 효과이다. 셋째, 불공정거래 규제공백이 야기한 도덕적 해이를 줄이는 효과이다. 이러한 디지털자산 불공정거래 규제조항의 긍정적 기대효과를 고려할 때, 해당 조항을 핵심으로 하는 디지털자산법은 조속히 제정되어야 할 것이다. 해당 법 제정 후에도 정부와 국회는 다음 단계의 입법과제 달성을 위해 계속적으로 노력하여야 한다. 다음 단계의 주요 입법과제로는 의무공시, 사업자규제, 자율규제, 스테이블코인 등에 관한 규제조항 정비를 들 수 있다.

### 서언

오늘날 미국, EU 등 글로벌 주요국은 디지털자산시장의 활성화 및 국제화를 위해 관련 규제체계를 정비해 가고 있다. 이러한 규제체계 정비의 대표적인 예로 EU의 MiCA(Market in Crypto Assets) 규제안, 미국의 ‘책임있는 금융혁신법안’(Lummis-Gillibrand법안) 등을 들 수 있다. 아시아권 주요국들만 놓고 보더라도 시장거래 질서유지에 바탕을 둔 디지털자산시장 육성에 힘을 쏟고 있다. 싱가포르와 홍콩은 아시아 디지털자산시장 중심지(hub)가 되기 위해 치열한 경쟁을 하고 있다. 일본도 디지털자산시장을 활성화하기 위해 디지털자산 거래제도와 과세제도를 시장친화적으로 정비하고 있다. 이러한 디지털자산시장 주요 국가들의 공통된 특성은 신뢰성 있는 규율체계를 바탕으로 시장활성화 정책을 추진하고 있다는 점이다. 미국은 디지털자산시장 규제체계 입법 과정 중에도 기존의 증권거래법과

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

상품거래법의 불공정거래 규정을 적용하여 시장의 사기적 행위를 강하게 규율하고 있다. 일본은 EU의 MiCA규제안과 같은 체계적인 디지털자산시장규제법안을 마련하지는 못하였지만, 기존의 금융상품 거래법 개정을 통해 디지털자산 불공정거래금지 규정을 마련하여 규제공백 문제를 신속하게 해소하였다(동법 제185조의 22, 23, 24).

해외 주요국 디지털자산 불공정거래 규제체계와 비교할 때, 국내 디지털자산 불공정거래행위에 대한 입법미비와 규제공백은 심각한 수준이다. 현재 국내에서는 디지털자산거래에 관한 사기적 행위에 대해 방문판매법, 유사수신행위법, 형법 또는 특정경제범죄법(사기죄)을 적용하여 처벌한다. 이러한 3종 법률은 장외에서 발생하는 다단계판매, 폰지사기 등의 처벌에 있어 일정한 효과를 거둘 수 있지만, 장내 대규모 거래, 스마트계약에 따른 온체인(on-chain)상의 자동화된 거래에서 발생하는 불공정거래행위에 대해서는 효율적으로 대응하기 어렵다. 이러한 한계를 극복하기 위해서는 디지털자산시장의 불공정거래행위를 유형화하고 입증책임을 완화시킬 수 있는 사기죄의 특별규정이 필요하다. 따라서 디지털자산 불공정거래 규제조항을 주요 골자로 하는 디지털자산법의 조속한 제정이 필요하다. 본고에서는 디지털자산 규제의 입법지체 원인을 분석하고, 해결 방안을 모색한 후, 해당 입법의 기대효과에 대해 고찰해 보도록 한다.

### 입법지체의 원인 분석

현재 국회에는 디지털자산 불공정거래행위를 규율하는 8개의 제정안이 상정되어 있다. 그런데 해당 제정안에 대한 입법 논의는 지지부진한 상태이다. 제21대 국회에서 디지털자산 불공정거래금지규정을 담은 개정 입법안은 이미 2020년 6월 16일에 발의되었다.<sup>1)</sup> 오랜 기간 이처럼 디지털자산법 논의가 활성화되지 못하고 입법이 지연되는 이유로 디지털자산시장의 복잡다변성, 디지털자산거래의 전문성, 육성과 규제의 딜레마 등을 들 수 있다.

디지털자산시장은 복잡한 형태로 시장을 확대해 가고 있고, 기술혁신을 즉각적으로 반영하며 빠르게 변화하고 있다. DeFi(탈중앙화금융) 시장의 급속한 성장, NFT와 같은 새로운 상품의 출시, DAO(탈중앙화자율조직)와 같은 새로운 조직 형태의 발생 등이 대표적인 예이다. 디지털자산 시장의 빠른 변화를 입법에 반영하며 완성도 높은 규제체계를 정립하기란 매우 어렵다. 이러한 신기술산업의 복잡다변성으로 인한 입법적 한계는 디지털자산시장에서만 나타나는 현상이 아닌 신기술산업 분야 관련 입법에 있어 일반적으로 나타나는 현상이다.<sup>2)</sup>

1) 전자금융거래법 일부개정법률안(박용진 의원 대표발의, 의안번호 2100590, 2020. 6. 16).

2) Marchant, E.G., Allenby, R.B., Herkert R.J., 2011, *The Growing Gap Between Emerging Technologies and Legal-Ethical Oversight: The Pacing Problem*.

디지털자산거래 관련 입법에 있어 정책결정자의 전문성과 국민적 이해가 요구된다는 점도 신속한 입법을 늦추는 요인이다. 디지털자산거래 규율과 육성을 위해 정부에 전문 인력을 채용하고 전담 부서를 조직하는 작업은 단기간 내에 이루어지기 어렵다. 우리 정부는 디지털자산시장 관련 TF를 구성하여 입법 및 정책 자문 등을 받고 있으며 관련 연구용역도 지속적으로 발주하고 있다. 그러나 빠르게 변화하고 기술적으로 고도화된 디지털자산산업과 시장을 체계적이고 전문적으로 규율할 수 있는 통합 입법안을 내기 위해서는 많은 절차와 시간이 소요된다. 또한 민의를 대표하는 국회의원들이 디지털자산법에 관한 기본적 이해를 하고 시장참여자의 다양한 의견을 반영하기 위한 절차와 시간도 필요하다.

디지털자산시장 규제 입법에 있어 육성 법안도 ‘같이’ 입법화되어야 한다는 주장도 조속한 디지털 자산 불공정거래규제 입법의 제정을 지연시키는 요인이다. 국내 디지털자산시장은 우리 경제의 미래 먹거리로서 당연히 육성되어야 하며, 해외 주요국도 다양한 육성정책을 실시하고 있다. 다만 글로벌 주요국은 디지털자산시장의 규제와 육성을 단일 입법으로 동시에 추진하지 않는다. EU의 MiCA규제안도 투자자보호와 시장신뢰성 유지를 주된 입법 목적으로 하고 있으며, 디지털자산시장의 육성에 대해서는 별도의 입법과 정책이 진행되고 있다. 미국의 ‘책임있는 금융혁신법안’도 디지털자산의 특성에 맞게 기존의 증권거래법, 상품거래법, 소득세법 등을 개정하는 내용을 담고 있는 패키지 법안이지, 규제와 육성을 포괄하는 단일 입법안이 아니다. 일본도 디지털자산산업 육성에 관한 여러 정책이 논의되는 와중에 시장 신뢰성 확보가 우선이라는 인식하에 금융상품거래법 개정을 통해 디지털자산 불공정거래 규제공백 문제를 우선적으로 해결하였다. 디지털자산시장 육성에 관한 종합적 입법을 위해서는 해당 산업의 경제적 효용과 사회적 가치에 대한 국민적 인식과 구체적 육성 정책에 관한 국민적 합의가 필요하기 때문에 많은 시간이 소요된다. 반면 디지털자산 불공정거래행위규제에 대해서는 많은 시장참여자가 필요성에 공감하며 해당 불공정거래행위가 사회적으로도 큰 문제가 되고 있기 때문에, 최소 필요한 수준의 규제안은 육성안에 비해 입법의 필요성과 시급성이 크다.

### 입법지체의 해결 방안

국내 디지털자산시장의 규제공백 문제를 해소하고 시장신뢰성을 높이기 위해서는 현재 국회에 상정된 다수의 디지털자산법안 중 공통되고 중요성이 높은 법조항을 우선적으로 입법화시킬 필요가 있다. 또한 관련 입법과제의 우선순위를 리스트화하고 규제와 육성을 조화시키는 입법 로드맵을 작성할 필요가 있다. 국내 저명한 공법학자가 “제4차 산업혁명 관련 입법은 . . . 단계적 입법(step-by-step legislation)이어야 한다”<sup>3)</sup>고 주장하는 것처럼, 디지털자산시장 입법도 국민이 우선적으로 필요로 하고 입법자 간 공통되는 부분부터 ‘단계적’으로 이루어져야 한다.

3) 박균성, 2018, 제4차 산업혁명시대에서의 입법과제와 입법부의 대응방안: 입법방식과 입법시스템의 정비를 중심으로, 『경제규제와 법』 11(2), 229-247.

이러한 입법의 필요성과 입법안의 공통성 측면에서 가장 우선적으로 입법되어야 할 부분이 디지털 자산 불공정거래 규제조항이다. 먼저 입법 필요성 측면에서 고려할 때, 국내 디지털자산시장에서 규제 공백이 가장 큰 부분이 불공정거래규제이다. 공시의 경우 주요 디지털자산이 대부분 가상자산거래업자(소위 가상자산거래소)의 거래플랫폼에서 유통되기 때문에, 상장관리의 일환으로 공시(백서 포함)제도 운영이 가능하다. 그러나 불공정거래규제는 공권력을 수반하기 때문에 자율규제의 형태로 불공정거래규제를 집행할 수 없다. 미국, 일본 등 글로벌 주요국이 실효성에 있어 차이는 있지만 디지털자산 불공정거래규제에 관한 근거 법령이 있음에 반하여 우리나라는 관련 근거 법령이 없다. 따라서 디지털 자산 불공정거래행위에 대해 형법 또는 특정경제범죄법상의 사기죄를 적용하여야 하는데, 사기죄 구성요건을 입증하기가 쉽지 않다. 사기죄 규정을 통해 가해자를 처벌하기 위해서는 가해자의 기망행위, 피해자의 착오와 처분행위에 관한 주관적·객관적 구성요건과 인과관계를 검찰이 합리적 의심이 없는 수준에서 입증하여야 하기 때문이다. 테라-루나 사건의 주범 피의자는 “베팅에서 크게 잃었지만 사기를 친 것과는 다르다”고 말하며 자신이 사기의 고의가 없었다고 주장하였다.<sup>4)</sup> 결국 수사당국은 일반 사기죄로 해당 피의자에 대한 구속영장을 발부받기가 어려웠기 때문에, 자본시장법상의 불공정거래금지 위반으로 영장을 발부받았다. 이로 인해 수사당국은 루나의 증권성을 입증하지 못하면, 자본시장법을 적용할 수 없기 때문에 범죄 혐의 입증의 난항에 봉착할 것이다. 이러한 불공정거래 규제공백의 문제점을 해결하기 위해, 디지털자산거래에 관한 불공정거래 규제조항이 필요하다.

입법안의 공통성 측면에서 고려할 때, 국회에 계류 중인 8개의 디지털자산법 제정안은 모두 불공정거래 규제조항을 포함하고 있다. 또한 8개 제정안은 대부분 디지털자산시장에서의 시세조종, 미공개 중요정보이용행위, 부정거래행위를 금지하고 있으며, 불공정거래의 유형과 구성요건에 있어 유사하다. 이러한 사실은 다수의 국회의원이 디지털자산시장의 육성, 디지털자산 사업자규제 등의 방식에 있어 다소 이견이 있음에 반하여, 불공정거래 금지 및 처벌에 대해서는 사회적·정치적 성향을 불문하고 이견이 없다는 점을 반영한다.

### 결어: 입법의 기대효과

본문에서 언급한 바와 같이 디지털자산 불공정거래에 대한 규제공백을 그대로 방치할 수 없고 국회 관련 입법이 모두 불공정거래 규제조항을 두고 있다는 점에서, 해당 조항을 핵심으로 하는 디지털자산법이 조속히 제정될 필요가 있다. 국제적 정합성 측면에서 미국, 일본 등 글로벌 주요국이 디지털자산 불공정거래를 처벌할 최소한의 근거 규정을 이미 마련하고 있다는 점도 디지털자산 불공정거래규제에 관한 조속한 입법이 필요한 이유이다. 불공정거래규제를 주요 골자로 하는 디지털자산법을 우선적으로 제정하는 경우에 기대할 수 있는 긍정적 효과는 다음과 같다.

4) 중앙일보, 2022. 6. 24, '테라' 권도형 “실패와 사기는 달라…코인 거의 다 잃었다”

첫째, 국내 디지털자산시장에 만연한 불공정거래에 대한 강력한 사후적 제재 효과이다. 지난 11월 2일 금융정보분석원(FIU)이 국내 디지털자산 발행사 2곳의 자전거래를 통한 시세조종을 적발하였다는 보도가 있었다. 자금세탁방지를 주된 목적으로 하는 감독기구가 “디지털자산 사업자에 대한 검사 과정에서 . . . 시세를 조종했다”<sup>5)</sup>는 사실을 파악할 정도라면 치밀하게 계획된 드러나지 않은 시세조종 행위가 얼마나 많을지는 쉽게 짐작할 수 있다. 또한 주식시장에서 통상 미공개중요정보이용행위와 부정거래행위가 시세조종행위와 비슷하거나 더 많이 적발된다는 점에서,<sup>6)</sup> 국내 디지털자산시장의 미공개중요정보이용행위와 부정거래행위도 매우 많을 것으로 추정된다. 국내 디지털자산시장의 불공정거래행위가 빈번한 만큼 해당 불공정거래에 대한 사후적 제재 효과는 매우 클 것이다.

둘째, 디지털자산시장의 잠재적 일탈행위자의 동기(motivation)를 꺾어 불공정거래행위를 사전적으로 예방하는 효과이다. 디지털자산시장 불공정거래행위자는 본질적으로 부정한 경제적 이익을 추구하는 경제범이다. 경제범은 범죄 수익이 처벌 비용(처벌 가능성×처벌 수위)보다 클 때 일탈행위를 감행한다. 이러한 일탈행위의 대표적인 예로, 디지털자산을 대규모로 발행·유통시킨 상장법인이 최근 투자자와의 공시 약속<sup>7)</sup>을 위반하며 공시 없이 상당 금액의 자산을 유동화하고<sup>8)</sup> 해당 사실을 공개적으로 부인<sup>9)</sup>하며 경제적 이익을 향유한 사건을 들 수 있다. 해당 사건은 현재 국회에 계류 중인 디지털자산법안의 불공정거래행위에 해당할 가능성이 크지만, 해당 법안은 아직 제정되지 않아서 적용이 불가능하다. 해당 사건에 대해 현행 특정경제범죄상의 사기죄, 형법상의 업무방해죄, 자본시장법상의 부정거래행위 조항 등을 적용할 수 있는지의 여부가 불확실하기 때문에, 처벌가능성이 낮다는 점에서 유사한 불건전행위가 성행할 수 있다. 이러한 문제에 대응하여 디지털자산 불공정거래 규제조항을 입법화하게 되면 불공정거래행위의 비용을 증가시켜 동 행위를 사전적으로 억제하는 효과가 발생한다.

셋째, 불공정거래 규제공백이 야기한 도덕적 해이를 줄이는 효과이다. 불공정거래규제 관련 규정은 시장질서 유지를 위한 최소한의 행위기준이다. 불공정거래규제의 입법적 미비로 인해 디지털자산시장에서 요구되는 최소한의 도덕률에 대한 시장참가자의 인식이 약해지고 있다. 앞서 언급한 상장법인은

5) 서울와이어, 2022. 11. 2, 400% 폭등한 대박 ‘김치코인’... 알고보니 시세조작(FIU의 공문인 ‘디지털자산 자전거래 등에 대한 유의 및 협조 요청’ 인용).

6) 금융위원회에 따르면 2017년에서 2021년까지 5년간 증권선물위원회에서 상정·의결한 총 274건의 불공정거래 사건 중, “미공개정보이용이 가장 비중이 높고(43.4%), 부정거래(29.6%), 시세조종(23.4%), 시장질서교란(3.6%) 順”(금융위원회, 2022. 9. 23, 자본시장 불공정거래 대응역량 강화 방안, 보도자료, p. 3).

7) 해당 상장법인의 대표는 2022년 3월 31일 주주간담회에서 다음과 같은 자발적 공시 약속을 하였다. “위믹스 가치를 올릴 수 있는 투자처가 있고, 유동화가 아닌 다른 방법이 없다면 공시를 하고 유동화에 나설 것이다. 공시 없는 유동화는 없을 것이다”(뉴스토마토, 2022. 3. 31, 장현국 위메이드 대표 “공시 없는 위믹스 유동화 없을 것”).

8) 해당 상장법인은 예치 지갑에 보관되었던 미발행 디지털자산을 DeFi 사업자에게 담보로 제공하는 등 해당 디지털자산을 공시 없이 사용·수익하였다(쟁글, 2022. 10. 28, 이슈 코멘트 - 위믹스 유의종목 지정). DeFi 사업자에게 담보로 제공된 디지털자산은 가치가 일정 수준 아래로 하락하여 담보비율을 유지하지 못하면 강제 청산된다.

9) 해당 상장법인의 대표는 10월 26일 3분기 실적발표 콘퍼런스콜에서 “위믹스 유동화 등 악의적 소문은 모두 다 사실이 아니다”라고 밝혔다(디지털조선TV, 2022. 10. 26, 장현국 위믹스 악의적 소문 강경대응, 위메이드 20일 관련자 고소).

올해 초 공시 없이 발행인의 대량 매도를 금지하는 취지의 규정이 포함된 디지털자산법안이 국회에 계류 중에도 불구하고 공시 없이 예치한 디지털자산 물량을 대량으로 매도하는 비윤리적 행태를 보였다. 그 후에도 해당 상장법인은 앞서 언급한 바와 같이 공시 물량 대비 초과 디지털자산 물량을 유동화한 사실이 적발되어 국내 가상자산거래업자들로부터 유의종목 지정을 당하기도 했다. 해당 상장법인의 비윤리적 행위는 비록 명백한 위법행위가 아니라고 할지라도, 투자자에게는 보유한 디지털자산의 가치하락을 유발하여 큰 피해를 준다. 불공정거래 규제조항을 담고 있는 디지털자산법은 시장참가자에게 공시, 불공정거래행위금지 등에 관한 윤리의식을 높임으로써 도덕적 해이에 따른 일탈행위를 줄일 수 있다. 불공정거래 규제조항 등에 기반하여 디지털자산 사업자의 직무 윤리규정을 개발하는 경우, 해당 사업자의 책임 범위가 명확해지고 행위규제의 예측 가능성이 높아지는 긍정적 효과를 기대할 수 있다.

위에서 언급한 디지털자산 불공정거래 규제조항의 긍정적 기대효과를 고려할 때, 해당 조항을 핵심으로 하는 디지털자산법은 조속히 제정되어야 할 것이다. 관련 입법 후에도 정부와 국회는 다음 단계의 입법과제 달성을 위해 계속적으로 노력하여야 한다. 다음 단계의 주요 입법과제로는 의무공시, 사업자규제, 자율규제, 스테이블코인 등에 관한 규제조항 정비를 들 수 있다.

## OPINION

연구위원  
김한수

## 세계국채지수(WGBI) 편입의 의미 및 기대효과\*

우리나라 국채의 세계국채지수(World Government Bond Index: WGBI) 편입이 점차 가시화되고 있다. 최근 정부의 지수편입에 대한 적극적 노력을 바탕으로 현재 우리나라는 지수편입의 전단계로 간주되고 있는 WGBI 관찰대상국 리스트에 포함되어 있으며, 빠르면 내년 상반기 중 공식 지수 편입이 이루어질 것으로 예상된다. 대표적인 선진 채권지수인 WGBI 편입은 관련 추종자금의 유입과 더불어 국채시장 및 외환시장 안정성 제고에도 기여할 것으로 예상된다. 특히 최근 외국인 투자자의 유입 모멘텀이 약화된 상황에서 국채시장의 안정적 자금조달 기반을 제공한다는 측면에서 지수 편입에 따른 경제적 편익이 클 것으로 판단되며, 우리나라 국채시장의 대외신인도 제고를 통해 이른바 '원화채 디스카운트' 극복에도 도움이 될 것으로 기대된다. 다만 지수편입은 대외요인에 대한 민감도 상승 등 일부 부정적인 요인 또한 동반한다는 점에서는 주의를 기울일 필요가 있을 것이다. 이는 특히 일부 WGBI 편입기준의 경우 명시적인 퇴출 조항 또한 포함하고 있기에 최악의 경우 지수 퇴출에 따른 급격한 자본유출 등이 나타날 수 있기 때문이다. 이러한 측면에서 지수편입과 더불어 국내 채권투자자 기반 확대 등을 통한 대외충격 완화 방안을 동시에 고려할 필요가 있을 것으로 생각된다.

최근 우리나라가 세계국채지수(WGBI) 편입 가능성이 높은 국가를 등재하고 있는 관찰대상국 리스트에 포함되면서 정식 지수편입 가능성이 커지고 있다. WGBI는 주요 연기금 등이 벤치마크 지수로 활용하고 있는 대표적인 선진 채권지수로 해당 지수편입은 자본유입 확대와 더불어 국채시장 신뢰도 제고 등 다양한 경제적 혜택을 제공할 것으로 기대된다. 본고에서는 WGBI의 개요 및 우리나라 국채시장의 편입가능성을 살펴보고 지수편입에 따른 경제적인 영향 및 기대효과 등을 분석하였다.

### WGBI 개요 및 편입환경 분석

세계국채지수(WGBI)는 영국의 FTSE 러셀이 발표하고 있는 주요국 국채로 구성된 국채지수로, 미국 등 주요 선진국 국채를 포함하고 있는 대표적인 채권부문 글로벌 지수이다. 특히 WGBI는 블룸버그·바클레이즈 글로벌 종합지수(Bloomberg-Barclays Global Aggregative Index: BBGA) 및 JP Morgan 신흥국 국채지수(Government Bond Index-Emerging Markets: GBI-EM) 등과 함께 세계 3대 채권지수로 분류되고 있으며, 추종자금의 규모 및 구성 종목의 안정성 등의 측면에서 대표적인 채권부문 선진국 지수로 알려져 있다. 현재 WGBI는 주요 선진국 및 중국, 멕시코, 말레이시아 등 총 23

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

개국 국채를 포함하고 있으며, 각국별 지수 비중은 해당국 국채 시가총액 비중에 따라 결정된다.<sup>1)</sup>

WGBI 신규 편입은 매년 두 차례 진행되는 정기 리뷰 과정을 통해 진행된다. 일반적인 경우 편입 가능성이 높을 것으로 예상되는 국가는 FTSE 러셀의 채권시장 국가분류(Fixed Income Country Classification) 보고서의 WGBI 관찰대상국 리스트에 등재되며, 이후 편입기준 충족 여부를 확인한 후 정식 편입 발표가 진행된다. FTSE 러셀이 제시하고 있는 WGBI 편입기준은 시장 규모 및 국가 신용도 등 정량적 기준과 더불어 해당국 시장접근성을 평가하고 있는 정성적 기준이 적용된다. 예를 들어 신규 편입을 위해서는 국채 발행잔액 기준(500억달러) 및 국가 신용등급(S&P 기준 'A-') 등의 최소 여건을 충족하여야 하며, 시장접근성 기준의 경우에는 FTSE의 채권시장 국가분류 레벨 '2' 이상의 등급이 요구된다.<sup>2)</sup>

〈표 1〉 한국 WGBI 편입 예상 일정

	WGBI 편입 예상 일정	시장접근성 관련 주요 조치
2022년 3분기		(7월) 한국 정부 외국인 국채투자자 이자 및 양도소득세 비과세(세법개정안) 발표
2022년 4분기	(9월) FTSE 반기 보고서 한국 관찰대상국 편입	(10월) 한국 정부 외국인 국채투자자 이자 및 양도소득세 비과세 조기 시행
2023년 1분기		(1월) 예탁원 유로클리어 연계 국제통합계좌 운영 개시(예정)
2023년 2분기	(4월) FTSE 반기 보고서 한국 WGBI 편입 발표(예상)	
2023년 3분기	(9월) 한국 국채 WGBI 편입 개시(예상)	

자료: 저자 작성

현재 우리나라 국채시장은 정량적 측면에서의 WGBI 편입조건은 모두 충족하고 있으나 정성적 지표인 시장접근성 기준에 미달하고 있는 것으로 파악된다. 우리나라의 시장접근성 저평가 항목은 비거주자 조세 관련 부담, 외환시장 개방성, 글로벌 예탁기관 이용 편의성 등으로 파악된다. 특히 우리나라는 2009년 WGBI 편입 시도 당시 외국인 국채 투자자에 대한 원천징수 등이 지수편입의 걸림돌로 작용한 바 있다. 이에 따라 최근 정부는 비거주자 국채투자 비과세 조항을 포함한 세법개정안을 국회에 제출하였으며, 동조치의 조기 시행과 더불어 국제예탁결제기구와의 연계성 강화 및 외환시장 개방성 확대 등 지수편입에 요구되는 시장접근성 개선에 적극적인 모습을 보이고 있다. 이러한 노력을 감안할 때 빠르면 내년 상반기 WGBI 정기리뷰를 통해 정식 편입될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 〈표 1〉에서는 우리나라의 시장접근성 관련 주요 개선 사항 및 WGBI 편입 예상 일정 등을 정리하였다.

1) 2022년 3월말 기준 각국별 WGBI 비중은 미국(40%), 일본(17%), 프랑스(8%) 등의 순으로 높은 비중을 차지하고 있다.

2) FTSE Russell의 채권시장 국가 분류체계(Fixed Income Country Classification)는 대상국의 거시경제, 외환시장 및 채권시장 구조, 글로벌 예탁·보관기관 연계성 측면에서의 접근성을 평가하여 3단계(레벨 0~2)로 분류하고 있다.

## WGBI 편입에 따른 기대효과

최근 WGBI 등 주요 벤치마크 지수에 편입된 주요 해외사례의 경우 지수편입 이후 자본유입 확대와 더불어 국채시장 수익률 및 환율 등에 걸쳐 다양한 경제적 영향이 관찰된다. 예를 들어 GBI-EM 신규 편입 16개국을 대상으로 경제적 영향을 분석한 Williams & Pandolfi(2017)의 연구에서는 지수편입에 따른 자본유입 확대 및 국채 수익률 하락 등 경제적 영향이 통계적으로 유의한 것으로 나타나고 있으며, WGBI 편입사례를 포함하고 있는 Broner et al.(2021)의 연구에서도 지수편입은 채권가격 및 환율 등에 유의한 영향을 미치고 있는 것으로 나타난다. 특히 신흥국의 경우 WGBI 등 주요 국채 지수편입은 해당국 자본유입 확대의 주요인으로 작용하고 있는 것으로 나타나고 있으며, Arslanalp et al.(2020)에 따르면 2019년 주요 신흥국 국채시장으로 유입된 외국인 투자자금의 약 40%가 주요 채권지수 추종자금으로 추정된다.

우리나라의 경우 WGBI 편입에 따른 신규자금 예상 유입규모는 약 500~600억달러로 추정된다. 이는 우리나라 국채시장의 WGBI 예상 비중(2%) 및 해당 지수 추종자금 추정치를 반영한 결과로, 지수편입이 12~18개월에 걸쳐 이루어질 경우 월평균 약 28~50억달러가 유입될 것으로 예상된다. 한편 이러한 지수편입에 따른 국채시장 수요 확대는 채권가격 상승과 더불어 외국인 투자자의 국채 보유 장기화 등의 효과가 나타날 것으로 예상된다. 예컨대 한국조세재정연구원(2021)의 국채발행에 따른 국채금리 상승효과 추정치를 반영하는 경우 지수편입에 따른 국채 수익률(5년물 기준) 하락 효과는 약 25~70bp 수준으로 추정되며, 장기성향 민간자금인 WGBI 추종자금의 성격을 고려할 때 지수편입 이후 외국인투자자의 국채 보유 듀레이션 장기화 또한 예상해 볼 수 있다.<sup>3)</sup>

또한 지수편입에 따른 자금유입 확대는 국내 외환시장 부문에서도 통화절상 방향으로의 영향을 미칠 것으로 예상해 볼 수 있다. 국내 증권자금 유입에 따른 환율변화 폭을 추정하여 지수편입에 따른 환율효과를 추정한 저자의 분석에 따르면, WGBI 편입 이후 매월 50억달러의 신규자금이 12개월간 유입될 경우 원/달러 환율의 하락폭은 약 1.1%~6.2% 수준으로 추정된다.<sup>4)</sup> 다만 외환시장의 높은 변동성 및 채권자금 외 여타 변수가 환율에 미치는 영향이 크다는 점 등을 감안할 때 지수편입에 따른 실제 환율효과 예상에는 한계가 있을 것이다. 그러나 해외사례의 경우 지수편입에 따른 환율효과가 유의하게 나타나고 있으며, 지수편입에 따른 외국인 채권자금 유입 규모가 현재 외국인의 국내 채권 보유잔액의 1/3를 상회할 것을 예상되는 점 등을 고려할 때 지수편입에 따른 자본유입 확대는 국내 외환시장 부문에서도 통화절상 압력으로 작용할 개연성이 높을 것으로 판단된다.

3) WGBI 평균 듀레이션은 약 9.6년 수준이다.

4) 추정모형과 관련된 세부적 내용은 진행 중인 저자의 보고서에 담길 예정이다.

〈표 2〉 WGBI 편입에 따른 경제적 영향 추정

항목	추정치	비고
WGBI 한국 비중	2%	WGBI 시가총액(25조달러) 대비 한국 국채시장 규모(524억달러) 비중
총 유입액	500~600억달러	WGBI 추종자금 2.5~3조달러 가정
월별 유입액	28~50억달러	편입 기간 12~18개월 가정
국채 수익률	△25~△70bp	조세재정연구원(2021) 국채발행에 따른 금리효과 추정치 반영
원/달러 환율	△1.1%~△6.2%	증권투자자금 유입에 따른 환율변화 추정모형에 따른 추정계수 반영

자료: 저자 추정

## 시사점

우리나라는 현재 WGBI 편입 전단계인 관찰대상국 리스트에 등재되어 있는 상황으로 빠르면 내년 상반기 중 공식 지수편입이 예상된다. 본고에서 살펴본 바와 같이 대표적인 선진 채권지수인 WGBI 편입은 장기성향의 민간부문 투자자금 유입과 더불어 금리상승 압력 완화 및 원/달러 환율의 하향 안정화 유도 등 금융시장 안전성 제고에도 도움이 될 것으로 기대된다. 특히 우리나라는 최근 원화가치 하락 및 한·미 정책금리 확대 등으로 외국인 투자자의 유입 모멘텀이 크게 약화된 상황으로 안정적 자금 조달처를 제공한다는 측면에서 지수편입에 따른 경제적 편익이 클 것으로 예상되며, 또한 우리나라 국채시장의 신뢰도 제고를 통해 신용등급이 비슷한 국가 대비 높은 금리를 지불하는 이른바 ‘원화채 디스카운트’ 극복에도 도움이 될 것으로 기대된다.

한편 WGBI 편입에 따른 자본유입 확대는 우리나라 국채시장의 대외요인에 대한 민감도를 상승시킬 수 있다는 점에서는 유의할 필요가 있을 것이다. WGBI는 가입조건과 더불어 명시적인 퇴출 조항을 포함하고 있어 국가 신용등급의 기준치 미달 등 최악의 이벤트 발발 시에는 급격한 자본유출 또한 초래할 수 있기 때문이다. 다만 지수 추종자금의 장기적 성향 등을 고려할 때 일반적인 상황에서 자본유출 압력으로 작용할 여지는 크지 않으리라고 예상되나 전반적인 대외요인 민감도가 상승한다는 점에서는 주의를 기울일 필요가 있을 것이다. 더불어 지수편입에 따른 외환시장 효율성 개선은 한편으로 외국인의 차익거래기회 축소에 따른 현·선물 연계 투자 확대 등 채권시장 변동성 증대 요인으로 작용할 수 있다는 점에서도 유의할 필요가 있을 것이다. 이러한 측면에서 WGBI 편입과 더불어 국내 채권투자자 기반 확대 및 해외증권투자 활성화 등을 통한 대외충격 완화 방안을 동시에 고려할 필요가 있을 것으로 생각된다.

## 참고문헌

한국조세재정연구원, 2021, 『2021 조세특례 예비타당성 평가: 개인투자용 국채상품 도입방안』.

Arslanalp, S., Drakopoulos, D., Goel, R., Koepke, R., 2020, Benchmark driven investments in emerging market bond markets: Taking stock, IMF Working Paper 20/192.

Broner, F., Martin, F., Pandolfi, L., Williams, T., 2021, Winners and losers from sovereign debt inflows, *Journal of International Economics*, 130(103446).

Williams, T., Pandolfi, L., 2017, Capital flows and sovereign debt markets: Evidence from index rebalancing, Institute for International Economics Policy Working Paper Series 2017-11.

ZOOM  
-IN영국의 'The Growth Plan 2022'와  
금융시장 불안

- 'The Growth Plan 2022'는 지정학적 리스크에 따른 에너지 가격 문제, 대내외 인플레이션 압력과 경기침체 우려 등에 대응하고 나아가 신규투자 활성화 등을 통해 경제성장을 촉진하려는 목적으로 도입
- BOE는 2021년 12월 통화정책회의에서 정책금리 인상을 결정하고 2022년 2월에는 만기도래 자산 재투자 중단 결정을 하며 양적긴축(QT) 기조로 전환할 것을 명시적으로 발표
- 2022년 9월 23일 영국의 재무장관 K. Kwarteng은 £450억 규모의 감세(cut off tax)와 £1,000억 규모의 에너지 지원정책을 핵심으로 하는 'The Growth Plan 2022' 발표
- 영국의 'The Growth Plan 2022'가 발표된 이후 언론과 국제기구, 학계 등에서 우려와 비판적인 의견 제시
- 'The Growth Plan 2022' 발표 이후 영국의 금융시장은 큰 충격을 받으며 국채(Gilt) 금리는 급등하고 파운드화 가치는 하락하였으며, 금리 급등은 9월 28일 연기금의 마진콜과 증거금 충당을 위한 국채 투매의 악순환으로 이어짐
- Truss 총리는 '소득세 최고 세율 폐지안'과 '법인세 인상 취소안'을 철회하는 등 재정정책의 신뢰성을 회복하기 위한 노력을 했지만, 결국 대부분의 감세안을 철회하고 사임

- 'The Growth Plan 2022'는 영국의 지정학적 리스크에 따른 에너지 가격 문제, 대내외 물가상승 압력과 경기침체 우려 등에 대응하고 나아가 신규투자 활성화 등을 통해 경제성장을 촉진하려는 목적으로 도입<sup>1)</sup>

— 2022년 3/4분기부터 영국은 경기침체 예상<sup>2)</sup>

- 2022년 경제성장률 전망치: Q1 -0.21% → Q2 0.4% → Q3 -0.89% → Q4 -0.3%
- 2023년 경제성장률 전망치: Q1 -0.46% → Q2 -0.43% → Q3 -0.05% → Q4 -0.04%
- 2024년 경제성장률 전망치: Q1 -0.02% → Q2 0.07% → Q3 0.05% → Q4 0.09%
- 영국의 경기위축은 에너지 및 무역 상품 가격의 급격한 상승을 반영한 물가상승률이 명목임금상승률을 상회하며 실질가계소득을 악화시켰기 때문에 나타난 결과<sup>3)</sup>

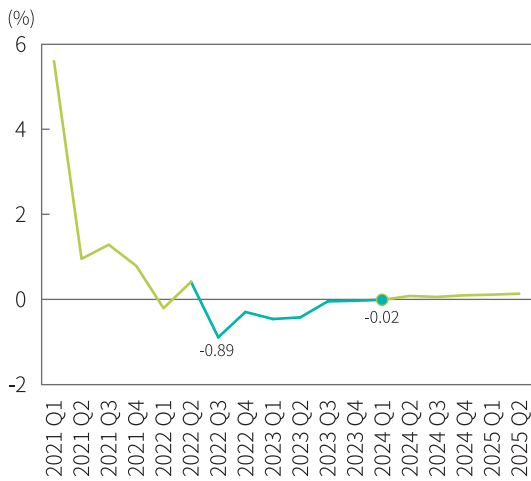
1) UK Parliament, 2022. 10. 07, The government's growth plan and the economy.

2) BOE, 2022, *Monetary Policy Report - August 2022*, p.17.

3) BOE, 2022, *Monetary Policy Report - August 2022*, p.8.

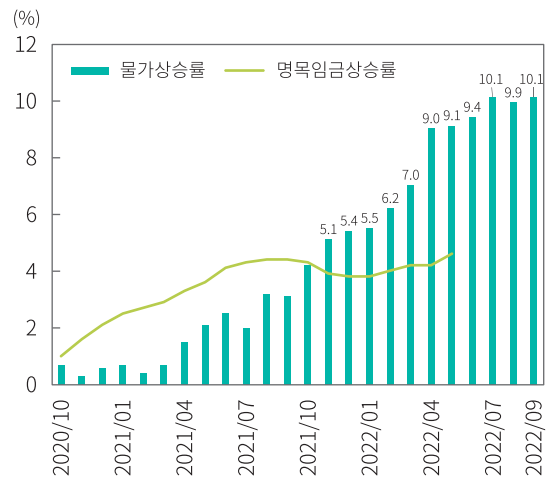
- 2022년 9월 영국의 물가상승률은 10.1%로 42년 만에 최고 수준 기록
  - 영국의 물가는 코로나19로 인해 이동제한조치<sup>4)</sup>가 본격적으로 실시된 2020년에 0%대의 상승률을 보이다 이동제한조치가 완화되기 시작한 2021년 4월부터 가파르게 상승하기 시작
  - 2022년 4/4분기 물가상승률은 천연가스 가격 급등이 반영되어 13%를 초과할 것으로 예상<sup>5)</sup>

〈그림 1〉 영국의 실질경제성장률 예측치



자료: BOE

〈그림 2〉 영국의 물가상승률 및 명목임금 상승률



자료: BOE

- 특히, 에너지(전기 및 가스)의 물가상승 기여도가 2022년 10월 이후 대폭 증가할 것으로 전망
  - 전기 및 가스의 경우 2018년 이후 전체 물가상승 기여도에 3% 기여
  - OPEC+은 하루 200만 배럴 원유 감산에 합의하며 2022년 11월부터 원유 공급 감소 예정<sup>6)</sup>
  - 2022년 9월 말 러시아-유럽(독일)로 이어지는 ‘가스관(노르트스트림, Nord Stream) 누출사고’ 이후 가스 공급이 중단되며 10월 이후 전기·가스 항목의 기여도가 점차 증가할 전망
  - 러시아의 가스 공급 중단으로 공급 감소와 겨울철 연료용 수요가 늘어나는 것이 맞물려 석유·가스 난방 비용이 증가할 전망<sup>7)</sup>
  - 전기 및 가스는 9월 이전까지는 물가상승에 23% 기여했으나, 10월 이후부터는 약 2배 상승하여 44% 기여할 것으로 예측<sup>8)</sup>
  - 전기 및 가스의 기여도: 2022년 9월 23% → 10월 44.3% → 11월 44.2% → 12월 44.9%

4) 1차: '20. 3. 23. ~ 5. 10. 2, 2차: '20. 10. 5. ~ 12. 2. 3, 3차: '21. 1. 5. ~ 3. 5.(1단계) ~ 4. 2.(2단계) ~ 5. 17.(3단계) ~ 7. 19.(4단계) 이동제한조치 실시

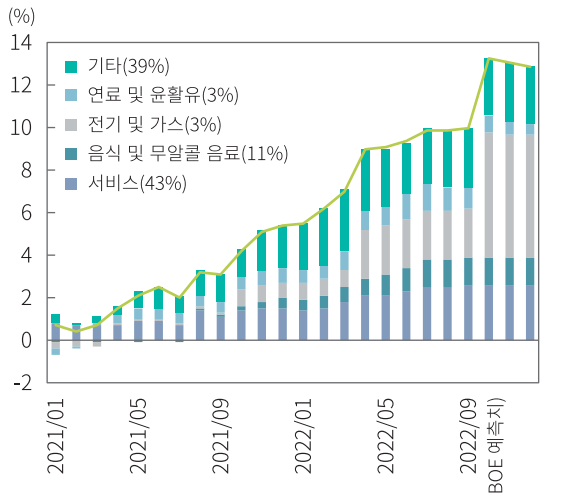
5) BOE, 2022, *Monetary Policy Report - August 2022*, p.55.

6) 서울경제, 2022. 10. 6, [OPEC+ 200만 배럴 감산] '인플레이와 전쟁'에 찬물 끼얹은 산유국...美와 갈등 골 깊어진다.

7) Bloomberg, 2022. 10. 24, Europe's energy crunch.

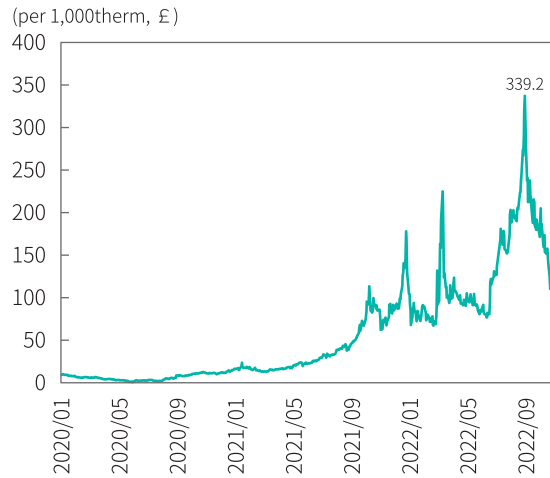
8) BOE, 2022, *Monetary Policy Report - August 2022*, p.56.

〈그림 3〉 영국의 물가 상승률 및 항목별 기여도<sup>9)</sup>



주 : 인플레이션에 기여하는 정도(%), 기여도의 합=100%  
 자료: UK ONS(Office for National Statistics)

〈그림 4〉 천연가스(TTF) 가격



주 : 런던 ICE선물거래소 Dutch TTF 천연가스 선물 11월물  
 자료: Bloomberg

— 통화정책의 외부시차가 긴 특성<sup>10)</sup> 때문에 정책효과(물가상승률이 목표 범위인 2%에 근접)가 나타날 것으로 예측되는 2024년 이후부터는 물가와 에너지 가격이 안정됨에 따라 경기회복 기조로 바뀔 것으로 예측<sup>11)</sup>

□ BOE(영란은행)는 2021년 12월 통화정책회의에서 정책금리 인상 결정을 시작으로 2022년 2월 통화정책회의에서 만기도래 자산에 대한 재투자 중단 결정을 하며, 양적긴축(QT) 기조로 전환할 것을 명시적으로 발표

— BOE는 2021년 12월 통화정책회의에서 정책금리 인상을 결정한 이후 7회 연속 정책금리 인상  
 — 영국의 취약한 대내외 경제·금융 여건, 달러화 강세 지속 전망 등이 반영되어 파운드화는 중기적으로 약세 압력이 우세할 것으로 전망<sup>12)</sup>

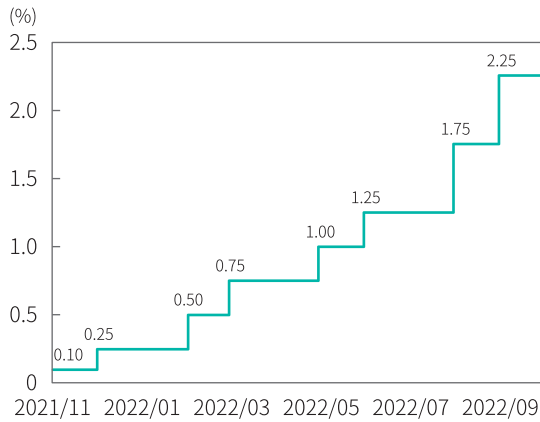
9) Contribution to CPI inflation

10) KDI, 2011. 10. 4, 정책효과가 나타나기까지.

11) BOE, 2022, *Monetary Policy Report - February 2022*, p.7.

12) 한국은행, 2022. 10. 14, [현지정보] 영란은행 긴급 국채매입 이후 파운드화 반등 배경 및 시장 전망.

〈그림 5〉 영국의 정책금리 추이



자료: UK ONS(Office for National Statistics)

〈그림 6〉 영국 파운드화 환율 추이



자료: Bloomberg

— BOE는 2022년 2월 통화정책회의에서 만기도래 자산(국채 £8,750억, 회사채 £200억)에 대한 재투자 중단 및 회사채 매각 결정(양적긴축(QT))

□ 영국의 재무부장관 Kwasi Kwarteng은 경기부양을 위해 £450억 규모의 조세 감면, 법인세율 인상 철회 등의 조세정책과 £1,000억 규모의 에너지 지원정책을 핵심으로 한 ‘The Growth Plan 2022’를 9월 23일 발표<sup>13)</sup>

— 감세(cut off tax)를 핵심으로 하는 조세정책<sup>14)</sup>

- £15만 이상의 소득에 적용되는 추가 소득세율(additional rates of income tax, 45%) 폐지, 소득세 기본 세율 인하(20% → 19%), 소득세율 단순화<sup>15)</sup>
- 국민건강보험(National Insurance Contributions: NIC)<sup>16)</sup> 1.25% 인상안 철회, 보건복지부 담금(Health and Social Care Levy)<sup>17)</sup> 폐지
- 법인세 인상안(19% → 25%) 철회, 배당세율 인상(1.25%) 철회
- 인지세와 토지세(Stamp Duty Land Tax: SDLT)<sup>18)</sup>의 과세표준 상향, 급여 외 근무 규칙(IR35) 폐지, 주류세 동결, 투자지역 성장 촉진 및 주택 확보<sup>19)</sup>

13) HM Treasury, 2022. 9. 23, *The Growth Plan 2022*.

14) HM Treasury, 2022. 9. 23, *The Growth Plan 2022*.

15) £12,570(0%), £12,571-£37,700(19%), £37,701 이상(40%)으로 변경

16) 영국의 국민건강보험

17) Health and Social Care Levy Act 2021(UK Public General Acts, 2021 c. 28)

18) 우리나라의 취득/등록세

19) 투자지역은 10년간 비과세 혜택, 공장과 기계설비에 대한 100% 공제, 구조물과 건물에 대한 20% 공제, 상업적 목적과 개발, 신규 주거 건물을 위해 취득한 토지 및 건물을 매입할 때 부과되는 인지세, 토지세 전액 면제

- 에너지 요금 지원정책(The Growth Plan 2022 energy package)<sup>20)</sup>
  - 2년간 가계 에너지 요금을 연평균 £2,500 수준으로 동결(£310억 규모 지원)<sup>21)</sup>
  - 6개월간 전력 공급업체에 유동성 지원 기구 도입(£290억 규모 지원)
  - 셰일가스 생산을 위해 수압파쇄(fracking) 허용, 북해 유전의 채굴 면허 보급 확대
  
- ‘The Growth Plan 2022’가 발표된 이후 언론과 국제기구, 학계 등에서 우려와 비판 의견 제시
  - 파이낸셜타임스(FT)<sup>22)</sup>, 연구기관<sup>23)</sup> 등은 파운드화의 하락과 금융시장 충격은 £450억에 달하는 막대한 감세안을 발표한 데 따른 것이라 분석
  - IMF는 영국의 ‘The Growth Plan 2022’가 불평등을 심화시키고 재정정책이 통화정책을 훼손해선 안 된다는 내용의 기자회견<sup>24)</sup>과 성명서<sup>25)</sup>를 발표
  - 특히, 폴 크루그먼은 감세안이 발표되자 뉴욕타임즈(NYT) 기고를 통해 본 감세안이 금융시장에 혼란을 불러온 장본인이라고 여러 차례 비판<sup>26)</sup>
  - 이탈리아와 그리스 등 재정 건전성이 취약한 국가들의 경우 영국의 감세안과 마진콜, BOE의 긴급 조치 등에 함께 영향을 받는 모습을 보임
  
- ‘The Growth Plan 2022’ 발표 직후 국채(Gilt) 금리가 급등하고 파운드화 가치가 크게 하락하며 영국의 금융시장에 큰 충격을 주었으며, 9월 28일 연기금의 마진콜에 대응하기 위해 BOE가 긴급 국채 매입프로그램을 실시하게 된 원인을 제공
  - 영국의 연기금은 2000년대 이후 글로벌 금리하락 기조하에서 파생상품<sup>27)</sup>을 이용하여 듀레이션(duration)을 부채에 맞춰 늘리는 LDI(Liability Driven Investment) 전략을 활용하기 시작
  - 문제는 듀레이션을 확대하기 위한 파생상품의 기초자산이 국채에 집중되면서 연기금의 국채(Gilt)보유 비중이 크게 확대<sup>28)</sup>
    - 기초자산 중 채권 비중: 2008년 3월 33% → 2021년 3월 72%
    - 채권 내 국채 비중: 2008년 3월 67% → 2021년 3월 72%

---

20) UK Parliament, 2022. 10. 7, The government’s ‘growth plan’ and the economy.

21) 환경세(green levy)에서 공제

22) Financial Times, 2022. 10. 2, Truss’s growth plan is nothing but a magic potion.

23) Tony Blair Institute for Global Change, 2022. 9. 29, All pain, little gain: An economic and fiscal forecast of the growth plan.

24) Financial Times, 2022. 9. 28, IMF urges UK to ‘re-evaluate’ tax cuts in biting attack on fiscal plan.

25) IMF, 2022. 9. 27, IMF statement on the UK.

26) Paul Krugman, 2022. 10. 3, How Liz Truss did so much damage in so few days, The New York Times.

27) 국채선물, 스왑, RP 등을 이용

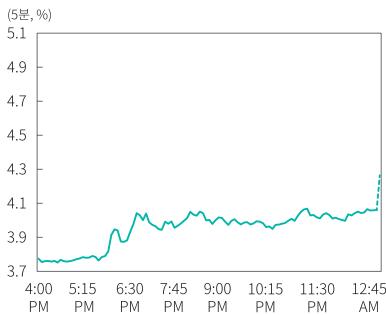
28) 한국은행, 2022. 10. 19, [현지정보] 최근 영국의 LDI 불안요인 및 향후 전망.

- 영국의 대규모 감세안 발표 이후, 국채금리가 급등하면서 파생상품으로 보유한 국채의 가치가 하락하여 증거금 부족(마진콜)이 발생
  - 증거금 부족을 충당하기 위해 국채를 구매 → 국채금리 급등 → LDI 증거금 부족 → 증거금 충당을 위한 국채 구매 → 다시 국채금리 급등 → ... (국채시장 불안 심화)
  - 장기국채를 담보(RP)로 하는 파생상품에서 마진콜이 급증함에 따라 유동성이 상대적으로 풍부한 국채를 대량 매각하며 시장금리가 상승하는 악순환 초래 (금융시장 불안 심화)

□ 2022년 9월 28일 연기금의 증거금 부족으로 인한 금융시장 불안을 진정시키기 위해 BOE는 긴급 국채매입 프로그램을 발표하고 금융시장 불안을 진정시키기 위한 추가 안정화 조치 시행<sup>29)</sup>

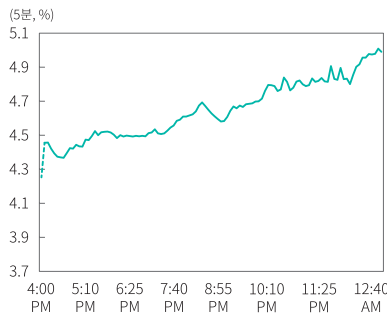
- BOE는 금융시장 불안을 진정시키기 위해 국채매각 개시일(10. 3 → 10. 30)을 연기하고, 대규모 긴급국채매입 프로그램을 발표
  - 9월 28일 안정화 조치: 영업일 13일간(9. 28 ~ 10. 14) 하루 £50억 한도로 매입
  - 10월 10일 안정화 조치: 긴급국채매입 일일 한도 증액(£50억 → £100억), 금융기관 대상 RP 담보범위 임시 확대
  - 10월 11일 안정화 조치: 긴급국채매입 대상 증권에 물가연동채(잔존만기 3년 이상) 포함
  - 10월 14일 긴급국채매입 프로그램 종료

〈그림 7〉 9월 23일 Gilt 30년물



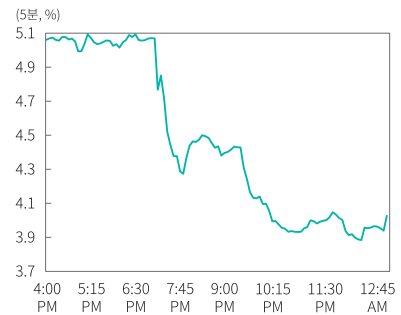
자료: Bloomberg

〈그림 8〉 9월 27일 Gilt 30년물



자료: Bloomberg

〈그림 9〉 9월 28일 Gilt 30년물



자료: Bloomberg

- BOE가 9월 28일 긴급 국채매입 프로그램을 발표한 이후 Gilt 30년물을 포함하여 국채 금리가 전반적으로 하락하며 LDI 유동성 위기가 완화된 모습을 보임

□ Truss 총리는 10월 3일 ‘소득세 최고 세율 폐지안’과 10월 14일 ‘법인세 인상 취소안’을 철회하는 등 재정정책의 신뢰성을 회복하기 위해 노력했지만, 결국 대부분의 감세안을 철회하고 사임을 표명

- Jeremy Hunt 신임 재무장관은 감세안을 철회하고 부채 축소 계획(debt-cutting plan)을 언급함

29) 한국은행, 2022. 10. 19, 최근 영국의 LDI 불안요인 및 향후 전망.

- 법인세 인하, 배당세 감면, 주류 면세 동결 등의 대부분 감세안 보류·철회<sup>30)</sup>
- 에너지 요금 지원 기간 단축(2023년 4월까지), 2023년 4월 이후 취약계층으로 지원대상 한정
- 2022년 11월 17일 발표 예정인 추계예산안(Autumn Statement)에서 고소득자 대상 증세안을 논의 중이라 밝힘<sup>31)</sup>

〈표 1〉 영국의 ‘The Growth Plan 2022’ 타임라인

2021. 12. 16 ~	BOE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 인플레이션 우려, 정책 금리인상(0.1% → 0.25%, 15bp 인상)</li> <li>• 2022년 2월, 3월, 5월, 6월, 8월, 9월에 7차례 연속 금리인상</li> </ul>
2022. 02. 03	BOE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 만기도래 자산에 대한 재투자 중단 결정(QT)</li> </ul>
2022. 09. 06	Liz Truss	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 총리 당선</li> </ul>
	Kwasi Kwartan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 재무부 장관 임명</li> </ul>
2022. 09. 08	Liz Truss	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 에너지 지원방안 발표<sup>32)</sup></li> </ul>
2022. 09. 23	Kwasi Kwartan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• The Growth Plan 2022(감세안) 발표</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 파운드화 가치 급락, gilt채 금리 급등</li> <li>• 이탈리아와 그리스를 비롯하여 국가 부채가 높고 재정 건전성이 취약한 신흥국 금융시장 불안 심화</li> <li>• 학계, 언론, 연구기관 등에서 우려·비난 의견</li> </ul>
2022. 09. 26	외환시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 파운드화 장중 2002년 이후 최저가 갱신(\$ 1.0384)</li> </ul>
2022. 09. 28	영국 연기금	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 국채가격 하락(담보가치 하락) → 마진콜(margin call) 발생</li> </ul>
	BOE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 긴급 국채매입 발표, QT 일정 연기<sup>33)</sup></li> </ul>
2022. 10. 03	Kwasi Kwartan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 감세안 중 ‘소득세 최고 세율 폐지’<sup>34)</sup> 철회</li> </ul>
2022. 10. 14	Kwasi Kwartan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 재무부 장관 해임</li> </ul>
	Jeremy Hunt	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 재무부 장관 임명, 감세안 중 ‘법인세 인상 취소안’ 철회</li> </ul>
	BOE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 긴급 국채매입 프로그램 종료</li> </ul>
2022. 10. 17	Jeremy Hunt	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 감세안 철회 발표, 고소득자 증세 논의</li> </ul>
2022. 10. 20	Liz Turss	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 총리 사임</li> </ul>
2022. 11. 17(예정)	Jeremy Hunt	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 추계 예산안(Autumn Statement) 발표</li> </ul>

자료: BOE, UK Parliament

연구원 김민

30) 단, 이미 의회를 통과한 주택 취득세율(SDLT) 인하, ‘국민보험(NIS) 분담금 비율 인상 취소안’은 예정대로 시행

31) Financial Times, 2022. 10. 28, Hunt seeks breathing space with new date for UK Autumn Statement.

32) GOV.UK 2022. 10. 9, PM Liz Truss’s opening speech on the energy policy debate.

33) 2022. 11. 1, 단기와 중기 국채 매각 예정.

34) “abolishes the additional rate of income tax completely”

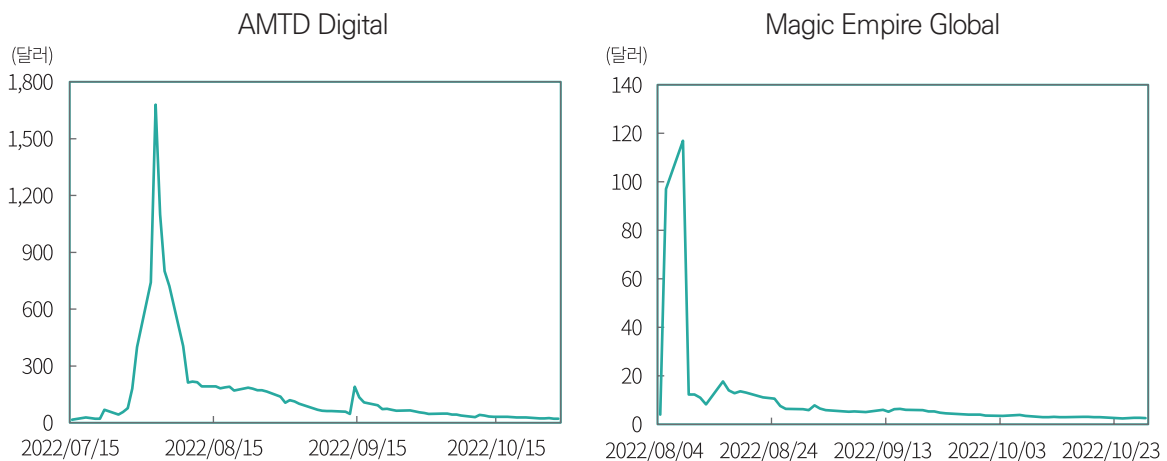
**ZOOM  
-IN**

# 미국시장에서 IPO 후 가격 급등락 현상의 증가

- 미국시장에 상장된 AMTD Digital 등 몇몇 기업들은 상장 후 1,000% 이상의 극심한 가격 변동성을 보여주었는데, 이러한 주가가격의 변동은 과거 홍콩 GEM시장에서 빈번히 일어났던 현상으로 홍콩 감독당국은 이후 강력 규제를 시행
- 이후 홍콩 및 중국의 기업들은 규제가 느슨한 미국으로의 상장을 선호하게 되었으며 이후 미국에서 상장하는 중국이나 홍콩 기업의 주가가 홍콩에서와 마찬가지로 상장 후 매우 큰 가격 급등락 현상을 보임
- 이들 기업은 미국 증권법에서의 'emerging growth companies' 규정 요건을 갖추어 일반기업보다 완화된 상장요건을 적용받고 있는데, 미국 SEC는 조사를 진행 중이며, Nasdaq의 경우의 심스러운 대상 기업에 대해 보다 투명한 정보 공시를 요구하며 당분간 상장진행을 중지

- 홍콩 기업인 AMTD Digital과 Magic Empire Global은 미국 거래소에서 상장한 이후 1,000% 이상 폭등하다 폭락하는 극심한 변동성을 보여줌
  - AMTD Digital은 홍콩에 기반을 둔 디지털 핀테크 컨설팅 및 소프트웨어 업체로 2022년 7월 15일 주당 7.8달러에 NYSE에 상장하였으며, 이후 8월 2일 종가기준으로 21,426% 상승하여 주당 1,679달러로 마감
    - 시가총액 기준으로는 한때 Goldman Sachs의 시가총액을 추월하였으나 이후 주가는 지속적으로 하락하였고 11월 4일 현재는 8월 최고점 대비 99% 하락한 18.35달러를 기록

**<그림 1> 홍콩기업의 미국시장 상장 후 주가 추이**



자료: Bloomberg

- 금융서비스를 제공하는 기업인 Magic Empire Global의 경우 2021년말 현재 회사 직원이 9명에 불과한 작은 회사로, Nasdaq 상장 후 시가총액이 한때 2,325% 급증 후 급락

□ 이러한 주시가격의 극심한 변동은 과거 홍콩시장에서 빈번히 일어났던 현상으로 홍콩의 GEM(Growth Enterprise Market)은 기업들의 상장 후 극심한 가격변동성을 겪은 이후 시장의 신뢰가 저하되었으며, 이후 강력 규제로 인해 시장이 더욱 위축<sup>1)</sup>

- 아시아의 나스닥(Nasdaq)을 표방하였던 홍콩의 GEM은 최대 9,800%까지 가격이 급등하는 가격 변동성이 큰 시장으로 규제당국은 2019년부터 이를 근절하기 위해 조사 및 규제를 강화
  - 2021년 홍콩 규제당국인 SFC(Securities and Futures Commission)는 홍콩거래소(HKEX)와 합동으로 IPO 이후 급격한 가격변동 현상에 대한 조사보고서를 발표하며, 문제가 있는 IPO의 경우 몇 가지 특징이 있다고 지적<sup>2)</sup>
  - 시가총액이 상장 최소요건을 겨우 충족하고 있으며, 기 상장된 동종기업과 비교하여 P/E 비율이 매우 높고, 대체적으로 인수수수료가 높거나 기타 상장비용이 과도하며, 주식의 분산도가 낮아 특정 주주에게 집중
- 현재 시장이 활성화되었던 2015년 대비 거래량은 60% 이상 감소하였고 신규상장건도 급감하여 2021년에 1건, 2022년은 0건인 상태
  - 홍콩의 규제 당국은 락업(lock-up)기간을 두배로 늘리는 등 소규모 기업의 상장에 대해 엄격한 기준을 적용하였으며, IPO 진행 단계에서부터 SFC가 보다 적극적으로 개입하여 차후 부정행위가 발생하지 않도록 노력

□ 이후 홍콩 기업들은 강화된 자국의 규제를 회피하고 활성화된 시장에서의 상장을 위해 미국에서의 상장을 선호하게 되었는데, 이후 미국에서 상장하는 중국이나 홍콩 기업의 주가가 홍콩에서와 마찬가지로 상장 후 매우 큰 가격 급등락 현상을 보임<sup>3)</sup>

- 2022년 상장된 20개가 넘는 중국계 기업들의 주가 급등락이 매우 컸으며, AMTD Digital은 물론, 중국의 섬유제조회사인 Addentax Group은 8월 31일 주당 5달러로 Nasdaq에 상장하였는데, 이후 656.54달러로 폭등하였으나 10월 28일 현재 2.01달러로 상장가격을 하회<sup>4)</sup>
- 미국에서 상장된 중국계(중국이나 홍콩)기업들의 상장 첫날 수익률은 426%로, 다른 기업들의 상장 첫날 수익률 평균이 68%인데 비해 매우 높은 수준<sup>5)</sup>

1) Bloomberg, 2022. 3. 17, Hong Kong's scandal-plagued small-cap exchange left for dead.

2) SFC, HKEX, 2021. 5. 20, Joint statement on IPO related misconduct.

3) Bloomberg, 2022. 3. 18, Hong Kong's scandal-plagued answer to Nasdaq left for dead.

4) Bloomberg, 2022. 8. 6, Tiny IPO spikes 1,150% in US debut in wake of AMTD Digital.

5) Reuters, 2022. 10. 24, Nasdaq halts IPOs of small Chinese companies as it proves stock rallies.

- 이들 기업은 주로 소규모 기업으로 시장에서 IPO를 통해 약 5천만달러 규모의 자금을 모집하고자 하며, 미국 증권법에서의 ‘emerging growth companies’ 규정 요건을 갖추어 일반기업보다 느슨한 상장요건을 적용받음<sup>6)</sup>
  - 상장을 위해서 최소 2년간의 재무제표만 제출하면 되고, 감사인의 감사의견(auditor attestation)이 불필요하고, 경영진 보상에 대한 세부적 공개의무(less extensive narrative disclosure)가 경감<sup>7)</sup>
    - 일반적으로 상장을 위해서는 3년간의 재무제표를 제출해야 함
  - 또한 중국계 소규모 기업들에게 있어 미국 시장은 공시 베이스의 상장방식으로 자국의 허가방식보다 상장이 유리해 미국에서의 상장을 선호
  
- SEC는 상장 직후 가격변동성이 급격히 일어나는 현상에 대해 인지하고 있으며, 이에 대해 조사를 하고 있음<sup>8)</sup>
  - SEC의 수장인 Gery Gensler는 SEC가 AMTD, Magic Empire와 같이 가격변동성이 심한 주식에 대해 모니터링하고 있다고 언급
  - AMTD Digital에 대해서는 여러 차례 보다 자세한 기업정보를 공시할 것을 요청한 상태
  
- Nasdaq은 소규모 IPO에 대한 조사를 강화하기 위해 최근 소규모 중국 기업들을 대상으로 상장 승인을 중단하였으며, 진행 중인 건에 대해서는 보다 많은 정보를 요청<sup>9)</sup>하고 있음
  - Nasdaq은 아직 상장규정에 대한 변경을 공식적으로 발표하지 않았으나, 지난 9월부터 12건이 넘는 소규모 IPO기업들에 대해 상장승인레터를 발송하지 않고 있음
    - 다만 미국기업들의 신청 건에 대해서는 소규모 IPO에 대해 승인
  - 소규모 중국 기업들은 주로 NYSE보다 Nasdaq을 선호하는데, 그 이유는 유망한 스타트업 기업이 상장하는 시장이라는 Nasdaq 시장의 이미지 때문
    - J. Ritter교수는 소규모 IPO기업의 대부분은 서사(story)가 있는 주식으로 가격상승을 부추기고자 금융지식이 부족한 일반투자자들에게 해당 기업이 차세대 모더나 또는 페이스북과 같은 기업이 될 것이라는 믿음을 주고자 한다고 지적<sup>10)</sup>

---

6) 미국 증권법 2(a)(19)에 의거 최근 회계연도 동안의 연간 총 수익(revenue)이 10억 7,000만달러 미만이고, 2011년 12월 8일 현재 등록 명세서에 따라 보통주를 발행하지 않은 회사를 지칭. 최근 인플레이션 조정을 반영하여 해당 기업에 속하는 매출 한도 상한선을 12억 3,500만달러로 높일 예정

7) <https://www.sec.gov/education/smallbusiness/goingpublic/EGC#:~:text=>

8) Bloomberg, 2022. 8. 10, Gensler says SEC monitoring market as AMTD, Magic Empire Swoon.

9) WSJ, 2022. 10. 22, Nasdaq freezes Chinese small-cap IPOs after price spikes.

10) Reuters, 2022. 10. 24, Nasdaq halts IPOs of small Chinese companies as it proves stock rallies.

〈표 1〉 미국시장에서 상장 후 가격 급등 사례

기업명	상장첫날 가격변동	주관사	상장거래소
Addentax Group	13,026%	Network 1 Financial Securities	Nasdaq
Magic Empire	2,325%	Network 1 Financial Securities	Nasdaq
Ostin Technology	892%	Prime Number Capital LLC	Nasdaq
Treasure Global	346%	EF Hutton	Nasdaq
Golden Sun Education	308%	Network 1 Financial Securities	Nasdaq

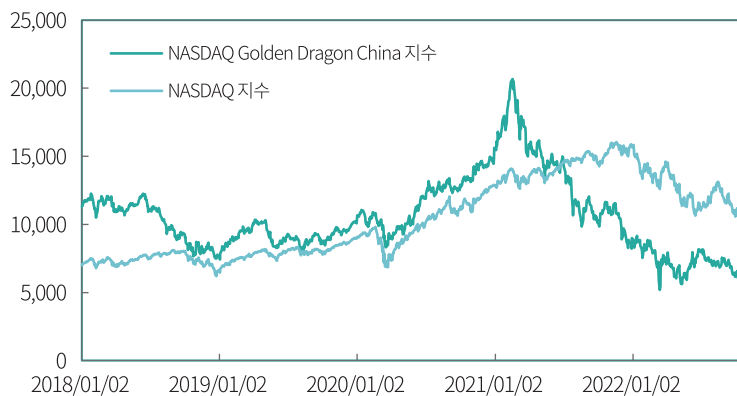
□ 시장에서는 상장을 진행한 주관사에 대해서도 의문을 나타내고 있는데, 그중 Addentax Group을 상장시킨 Network 1 Financial Securities에 대해 주목<sup>11)</sup>

- 1983년도에 세워진 이 회사는 2015년 이후 주관한 IPO의 55% 이상이 중국이나 홍콩과 관련한 기업으로, 올해 주관한 6개의 상장기업 중 4개사가 상장 후 큰 변동성을 보여주었던 기업
  - Golden Sun Education, Intelligent Living Application, Magic Empire, Addentax Group의 상장을 주관
  - Network 1 Financial Securities는 중국과의 커넥션을 통해 중국 내에서 상장요건을 충족하지 못한 기업들을 대상으로 미국 내 상장이라는 특화된 서비스를 제공

□ 한편 미국에 상장된 중국기업들의 성과를 나타내는 NASDAQ Golden Dragon China Index는 올해 초 8,890에서 11월 4일 기준 5,468.1포인트로 연초대비 47.2% 하락

- 중국기업의 공시와 관련된 신뢰문제, 중국 내 정치적 위험은 물론 지난 몇 년간 지속되고 있는 미중 갈등에 따라 중국기업들의 미국시장 내 입지도 어려운 상황

〈그림 2〉 NASDAQ Golden Dragon China Index



자료: Bloomberg

선임연구원 이종은

11) Bloomberg, 2022. 9. 20, Wall street's mysterious 22,00% IPOs come from tiny N.J.Broker.